

## Markedskommentar

### Temaer på de finansielle markeder i 1. kvartal 2014

Efter en god fest kommer der ofte tømmermænd. Mange investorer spørger formentlig sig selv, om festen på de finansielle markeder i 2012 og 2013 blev afløst af tømmermænd i 1. kvartal 2014. Og sandt er det, at kvartalet ikke levede op til forventningerne hos de mange investorer, der mente, at den gode stemning på de finansielle markeder – oftest udtrykt ved aktiemarkederne - kunne fastholdes i 2014. Aktiemarkederne gav således et afkast, der lå under afkastet på de fleste obligationsmarkeder.

Der kan opremses en række forklaringer på hvorfor aktier klarede sig dårligere end vi og mange med os havde forventet i 1. kvartal: Den pludseligt opståede uro i Ukraine, forsat stramning af pengepolitikken i USA, tab af vækstmomentum i Kina og svagere end ventede nøgletal for beskæftigelsen og produktionen i USA.

Hver forklaring har naturligvis haft en vis negativ effekt, og samlet har de ført til et mere "risk off" miljø end forudset. Men når man trækker sig væk fra den daglige nyhedsstrøm og ser på de økonomiske data, så er situationen fortsat positiv for risikoaktiver.

Forventningen var (og er), at det er USA, der igen i 2014 skal trække opsvinget i de udviklede lande. Men det usædvanligt hårde vintervejr over store dele af USA resulterede i, at visse økonomiske nøgletal f.eks. fra arbejdsmarkedet faldt ud på den svage side. I Europa faldt nøgletallene sig i 1. kvartal nogenlunde ud som forventet. Den finanspolitiske opstramning i Sydeuropa er så småt ved at have toppet, hvilket er med til at stabilisere vækstbilledet. Dette kan f.eks. aflæses i afkastet på europæiske aktier, der overgik afkastet på amerikanske aktier.

Flere emerging markets lande som f.eks. Brasilien, Argentina, Sydafrika og Tyrkiet oplevede stor kapitaludstrømning som følge af interne økonomiske ubalancer og forringede vækstudsigter. Også den gradvist mindre ekspansive amerikanske pengepolitik ramte de skrøbelige økonomier. Resultatet blev, at landenes valutaer især i starten af kvartalet blev svækket.

### Afkast på forskellige aktivtyper i kvartalet

Afkastene på tværs af aktivtyper (aktier og obligationer) og geografiske regioner var ganske ensartede

gennem kvartalet. Afkastene lå generelt mellem 0% og 4%. Kun danske aktier stak af fra de andre aktivtyper.

Det brede danske aktieindeks OMXC Copenhagen All Share Capped GI gav således et afkast på hele 14,0 pct., mens det snævre OMXC Copenhagen Capped Index gav 10,0 pct. i afkast. I begge tilfælde er det især stigningen på 20 pct. i den indekstunge aktie Novo Nordisk, der påvirker de danske aktieafkast.

Afkastet på globale aktier (udtrykt ved MSCI World i DKK) blev 1,3 pct., mens amerikanske og europæiske aktier gav afkast på hhv. 1,7 pct. og 2,1 pct. i kvartalet. De japanske aktier, der performede flot i 2013, havde derimod et svært kvartal, hvor aktierne i lokal valuta faldt 7,7 pct. Den japanske valuta blev dog styrket mod danske kroner, så opgjort i DKK faldt japanske aktier (TOPIX) med 4,8 pct. Emerging markets aktier kom bedre fra start i 2014 om end afkastet blev marginalt negativt med -0,4 pct. målt på MSCI Emerging Markets Free (i DKK).

Dette moderat negative aktiemiljø gav grobund for positive afkast på såvel de traditionelle obligationer som på de mere risikofyldte obligationer.

Europæiske statsobligationer (målt ved EFFAS Europe All) nåede et afkast på hele 4,1 pct., mens de danske statsobligationer (EFFAS Denmark All) gav 2,7 pct. i afkast. De danske realkreditobligationer (Nykredit Realkreditindeks) kunne ikke holde trit med statsobligationerne, men gav dog 2,1 pct. i afkast.

Mere risikofyldte obligationstyper gav afkast på samme niveau som statsobligationer: Globale og amerikanske high yield obligationer nåede afkast på hhv. 2,9 pct. og 3,0 pct. Sidste års store skuffelse, emerging markets obligationer, kom flot fra start i 2014, og disse obligationer udstedt af stater i emerging markets nåede et afkast på 3,7 pct. (JP Morgan EMBI Global Diversified i DKK).

### Danmark

Den danske økonomi har i årets første kvartal fastholdt det svage, men dog positive momentum, som man oplevede i 2013, hvor den økonomiske vækst for hele året kunne opgøres til 0,4 pct. På den baggrund har Nationalbanken i marts 2014 gentaget sine pro-

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 • Skandinaviska Enskilda Banken.

## Markedskommentar

gnoser om en samlet dansk vækst på 1,4 pct. i 2014 voksende til 1,7 pct. i 2015 og 1,9 pct. i 2016.

Det er i stigende grad det private forbrug, der tager over som motor for det danske opsving. Den offentlige sektors budgetunderskud – og dermed det offentlige bidrag til væksten – er begrænset af et krav fra EU om, at underskuddet skal holdes under 3 pct. af bruttonationalproduktet (BNP). Dette krav nåede Danmark lige præcis i 2013.

I 1. kvartal var der tegn på bedring af situationen på såvel arbejds- som boligmarkedet. Det kan f.eks. læses ud af antallet af varslede fyringer, antallet af jobannoncer samt i antallet af bolighandler, liggetider på huse og prisudviklingen på boligmarkedet. Forbedringen på boligmarkedet er dog koncentreret om de større byområder, mens boligmarkedet i landområderne fortsat ser svagt ud.

Den danske krone har ligget stabilt overfor euro'en igennem kvartalet, og Nationalbanken har ikke haft behov for at intervenere i valutamarkedet. Der har senest været interverneret i januar 2013.

Valutareserven udgjorde ved udgangen af 1. kvartal DKK 459,0 mia. mod DKK 485,9 mia. ved indgangen til året. Faldet i valutareserven skyldes, at staten i kvartalet har valgt at afdrage gæld i udenlandsk valuta.

De toneangivende pengepolitiske renter er uændrede igennem kvartalet, og de har i øvrigt ikke været ændret siden maj 2013.

### Udsigterne for de finansielle markeder for 2. kvartal 2014

Generelt set forventes det, at finansmarkedets fokus vil flytte sig fra den amerikanske pengepolitik til de mere virksomhedsspecifikke nyheder samt de økonomiske nøgletal fra arbejdsmarkedet, produktionen og de ledende indikatorer. De seneste data tyder på, at virksomhedernes indtjening og soliditet er i tråd med de aktiekursniveauer, som vi oplever ved indgangen til 2. kvartal.

Situationen i Ukraine kan naturligvis eskalere i en grad, hvor det får egentlig negativ effekt på finansmarkederne. Men det er ikke vores forventning, at krisen – selv ikke efter en evt. russisk annektering af de østlige dele

af Ukraine – for alvor vil afspore det gryende økonomiske opsving, som vi ser pt.

Skal man finde nogle "sten i skoen" i dansk økonomi, så kan den vise sig i boligmarkedet, idet udløbet af de mange afdragsfrie lån blive en joker for det private forbrug. Boliglån med op til 10 års afdragsfrihed blev indført i 2003, og de blev så stor en succes, at ca. 50 pct. af alle udestående boliglån i dag er afdragsfrie. Afdragsfriheden for en meget stor del af disse lån ophører således i de kommende år.

Samlet set fastholder vi dog en forventning om, at det i 2. kvartal vil være fordelagtigt at ligge overvægtet i risikoaktiver.

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

## Pulje 1 - Danske Obligationer

Årets 1. kvartal bød overraskende på kraftige rentefald. Rentefaldet var overraskende fordi den amerikanske forbundsbank, Fed, netop havde påbegyndt en neddrøsling af den pengeindsprøjtning, som har været med til at understøtte økonomien i flere år. Programmet er kendt under navnet Quantitative Easing (QE), neddrøsling af dette havde ellers forventedes at trække renterne i opadgående retning. Udviklingen i de lange renter var nogenlunde identisk på tværs af regionerne. De korte renter faldt svagt i Europa, mens de korte renter steg svagt i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

På trods af, at Fed ved samtlige rentemøder i kvartalet har reduceret QE-programmet med USD 10 mia., har markedet sendt renterne ned. En væsentlig forklaring på dette er sandsynligvis, at inflationen, målt ved udviklingen i forbrugerpriserne, er kommet ud lavere end forventet. Det forventes således, at den europæiske centralbank, ECB, må lempe pengepolitikken i den nærmeste fremtid. Indtil videre er det dog blevet ved tanken, idet ECB har forpasset chancen ved de seneste rentemøder.

Den øgede geopolitiske uro i bl.a. Ukraine har ligeledes fået investorerne til at søge sikre havne, herunder tyske og danske statsobligationer. De fleste investorer har formentligt ikke forventet en annektering af Krim-halvøen, hvorfor denne udvikling nok blev opfattet som en signifikant eskalering af uroen.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,72%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 1,57%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,62% – altså lidt højere end i Tyskland. Rentespændet mellem de danske og tyske renter forblev på +0,05 procent-point målt ved de 10-årige statsobligationer.

De faldende over kvartalet bidrog til at Pulje 1 - Danske Obligationer har leveret et positivt afkast. For 1. kvartal lyder afkastet på 2,98 pct. (efter omkostninger).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q1		Nettoafkast Q1	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Danske obligationer	2,99%	2,98%	2,53%	2,99%	2,98%	2,53%

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Danske obligationer	8,4%	7,1%	10,6%	9,1%	5,8%	4,9%	-2,1%	-1,7%

5 største investeringer	Pct.
3% Realkredit Danmark SDRO 2044	22,0
2% BRF 2017	12,9
4,5% Danske Stat 2039	12,5
7% Danske Stat 2024	11,6
2% Realkredit Danmark 2018	10,9

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

## Pulje 2 - Danske Aktier

Det danske aktiemarked har i første kvartal fortsat den positive udvikling og klaret sig markant bedre end de udenlandske markeder. Udlivet har i højere grad end i Danmark reageret på bekymring for afmatning i Emerging Markets, som bl.a. fik næring fra svage kinesiske nøgletal og valutauro. På falderebet har konflikten i Rusland/Ukraine også bidraget til international uro. Væsentligt for markedsudviklingen var kursudviklingen i indekstunge Novo, som er steget 24% i kvartalet efter et flot regnskab og en generelt stærk nyhedsstrøm.

Årsregnskaberne var i det store hele positiv læsning, og der var flere selskaber, som måtte opjustere indtjeningen inden den egentlige rapportering. Kvartalet sluttede endvidere med to succesfulde børsnoteringer af hhv. ISS og OW Bunkers, som begge blev massivt overtegnet og sidenhen steg pænt i eftermarkedet.

Det relative afkast blev specielt hjulpet af undervægten i Carlsberg og William Demant samt overvægten i Coloplast og Pandora. ISS indgik på noteringsdagen ikke i benchmark, så den kraftige stigning på netop denne dag gav også et solidt bidrag til det relative afkast. Til gengæld fik porteføljen negative relative bidrag fra undervægten i Lundbeck og Vestas samt overvægten i FLSmidth, DSV og GN.

Pulje 2 – Danske Aktier gav i 1. kvartal et afkast på 12,05 pct. (efter omkostninger).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q1		Nettoafkast Q1	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>
Danske aktier	12,19%	12,05%	10,21%	12,19%	12,05%	10,21%

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Danske aktier	35,8%	30,5%	-15,2%	-12,9%	30,4%	25,8%	33,9%	28,7%

5 største investeringer	Pct.
Danske Bank	10,2
Novo Nordisk	9,8
Coloplast	9,1
A P Møller-Mærsk	8,2
DSV A/S	5,4

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidig afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidig afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

## Pulje 3 - Danske Indeksobligationer

Årets 1. kvartal bød overraskende på kraftige rentefald. Rentefaldet var overraskende fordi den amerikanske forbundsbank, Fed, netop havde påbegyndt en neddrosling af den pengeindsprøjtning, som har været med til at understøtte økonomien i flere år. Programmet er kendt under navnet Quantitativ Easing (QE), neddrosling af dette havde ellers forventedes at trække renterne i opadgående retning. Udviklingen i de lange renter var nogenlunde identisk på tværs af regionerne. De korte renter faldt svagt i Europa, mens de korte renter steg svagt i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

På trods af, at Fed ved samtlige rentemøder i kvartalet har reduceret QE-programmet med USD 10 mia., har markedet sendt renterne ned. En væsentlig forklaring på dette er sandsynligvis, at inflationen, målt ved udviklingen i forbrugerpriserne, er kommet ud lavere end forventet. Det forventes således, at den europæiske centralbank, ECB, må lempe pengepolitikken i den nærmeste fremtid. Indtil videre er det dog blevet ved tanken, idet ECB har forpasset chancen ved de seneste rentemøder.

Den øgede geopolitiske uro i bl.a. Ukraine har ligeledes fået investorerne til at søge sikre havne, herunder tyske og danske statsobligationer. De fleste investorer har formentligt ikke forventet en annektering af Krim-halvøen, hvorfor denne udvikling nok blev opfattet som en signifikant eskalering af uroen.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,72%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 1,57%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,62% – altså lidt højere end i Tyskland. Rentespændet mellem de danske og tyske renter forblev på +0,05 procent-point målt ved de 10-årige statsobligationer.

Pulje 3 - Danske Indeksobligationer gav i 1. kvartal et afkast på -0,10 pct. (efter omkostninger).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q1		Nettoafkast Q1	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.	
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	
Indeksobligationer	-0,10%	-0,10%	-0,09%	-0,10%	-0,10%	-0,09%	

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Indeksobligationer	5,5%	4,7%	11,7%	9,9%	6,5%	5,5%	-4,2%	-3,5%

Puljens investeringer	Pct.
2,5% Nykredit 2050	79,0
2,5% Nykredit 2047	9,7
2,5% Nykredit 2026	9,4

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

## Pulje 4 - Mixpulje

Første kvartal har været præget af usikkerhed både hvad angår vækst, geopolitisk og pengepolitisk i første kvartal. Dette har medført, at der er opstået meget forskellige holdninger i markedet, hvor der synes at være overbevisninger i fire forskellige lejr: Én lejr forventer, at uroen i Ukraine vil medføre øget generel risikoaversion, en anden lejr mener fortsat, at pengepolitikken i USA er den vigtigste faktor for markederne, en tredje lejr forventer at faldende kinesisk vækst vil trække aktier ned, og endeligt er der en lejr, som tilskriver svækkelsen i amerikanske nøgletal til den relativt hårde vinter i USA. I dette noget fortegnede billede, hvor der naturligvis er overlap lejrene imellem, er det ikke desto mindre interessant at bemærke, at der er opstået divergens mellem de forskellige investeringsbankers anbefalinger af, hvorvidt man skal købe eller sælge aktier og hvad man skal fokusere på.

SEB Asset Management mener, at forklaringen på, at aktier ikke kunne opretholde de pæne kursstigninger, primært skal findes i de svagere end ventede nøgletal for den amerikanske beskæftigelse og produktion. Ydermere mener vi, at denne svækkelse primært var af midlertidig karakter, begrundet i den unormalt hårde vinter i USA. Vi forventer dermed, at april og maj vil byde på en række positive økonomiske overraskelser. En række overraskelser, der vil medføre, at aktier vil stige. Endeligt bemærker vi, at denne hypotese langsomt synes at brede sig i markedet og det faktum, at aktier trods alt har holdt niveau over kvartalet indikerer for os, at flere og flere markedsdeltagere også forventer en bedring i de økonomiske nøgletal over de kommende måneder.

Målt over kvartalet leverede aktier et afkast på godt 1% målt ved MSCI World i lokal valuta. Dette dækker dog over et meget svingende aktiemarked, hvor MSCI World primo februar lå nede med over 5%. Obligationer gav positive afkast i kvartalet, målt ved Nykredits Realkredit indeks på 2,07%.

Puljen har været allokeret med en overvægt til aktier og en undervægt til obligationer. Aktierne har været allokeret med overvægt til europæiske small cap aktier og Emerging Markets aktier mens amerikanske aktier har været undervægtet.

Pulje 4 - Mixpulje gav et afkast i første kvartal på 2,35 pct. (efter omkostninger).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q1		Nettoafkast Q1	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>
Mixpulje	2,41%	2,35%	1,99%	2,41%	2,35%	1,99%

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Mixpulje	15,6%	13,2%	0,43%	0,37%	10,8%	9,1%	12,2%	10,4%

5 største investeringer	Pct.
SEBinvest Europa Small Cap	15,7
SEBinvest Nordamerika Indeks	13,6
SEBinvest Danske Aktier	11,5
SEBinvest US High Yield Bonds (Columbia)	9,4
3% Realkredit Danmark SDRO 2044	8,4

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviske Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviske Enskilda Banken.

## Pulje 5 - Internationale Aktier

Første kvartal har været præget af usikkerhed både hvad angår vækst, geopolitisk og pengepolitisk i første kvartal. Dette har medført, at der er opstået meget forskellige holdninger i markedet, hvor der synes at være overbevisninger i fire forskellige lejr: En lejr forventer, at roen i Ukraine vil medføre øget generel risikoaversion, en anden lejr mener fortsat, at pengepolitikken i USA er den vigtigste faktor for markederne, en tredje lejr forventer at faldende kinesisk vækst vil trække aktier ned, og endeligt er der en lejr, som tilskriver svækkelsen i amerikanske nøgletal til den relativt hårde vinter i USA. I dette noget fortegnede billede, hvor der naturligvis er overlap lejrene imellem, er det ikke desto mindre interessant at bemærke, at der er opstået divergens mellem de forskellige investeringsbankers anbefalinger af, hvorvidt man skal købe eller sælge aktier og hvad man skal fokusere på.

SEB Asset Management mener, at forklaringen på, at aktier ikke kunne opretholde de pæne kursstigninger, primært skal findes i de svagere end ventede nøgletal for den amerikanske beskæftigelse og produktion. Ydermere mener vi, at denne svækkelse primært var af midlertidig karakter, begrundet i den unormalt hårde vinter i USA. Vi forventer dermed, at april og maj vil byde på en række positive økonomiske overraskelser. En række overraskelser, der vil medføre, at aktier vil stige. Endeligt bemærker vi, at denne hypotese langsomt synes at brede sig i markedet og det faktum, at aktier trods alt har holdt niveau over kvartalet indikerer for os, at flere og flere markedsdeltagere også forventer en bedring i de økonomiske nøgletal over de kommende måneder.

Målt over kvartalet leverede aktier et afkast på godt 1% målt ved MSCI World i lokal valuta. Dette dækker dog over et meget svingende aktiemarked, hvor MSCI World primo februar lå nede med over 5%.

Puljen har været allokert med en overvægt til europæiske small cap aktier og Emerging Markets mens amerikanske aktier har været undervægtet.

Pulje 5 – Internationale Aktier gav i første kvartal af 2014 et afkast på 2,79 pct. (efter omkostninger).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q1		Nettoafkast Q1	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Internationale aktier	2,79%	2,79%	2,36%	2,79%	2,79%	2,36%

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Internationale aktier	18,9%	16,1%	-3,5%	-2,9%	11,6%	9,7%	25,3%	21,4%

Puljens investeringer	Pct.
SEBinvest Nordamerika Indeks	61,9
SEBinvest Europa Small Cap	23,9
SEBinvest Japan Hybrid (DIAM)	11,8
SEBinvest Europa Højt Udbytte	2,3

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviske Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviske Enskilda Banken.

## Pulje 7 - Korte Obligationer

Årets 1. kvartal bød overraskende på kraftige rentefald. Rentefaldet var overraskende fordi den amerikanske forbundsbank, Fed, netop havde påbegyndt en neddrøsling af den pengeindsprøjtning, som har været med til at understøtte økonomien i flere år. Programmet er kendt under navnet Quantitativ Easing (QE), neddrøsling af dette havde ellers forventedes at trække renterne i opadgående retning. Udviklingen i de lange renter var nogenlunde identisk på tværs af regionerne. De korte renter faldt svagt i Europa, mens de korte renter steg svagt i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

På trods af, at Fed ved samtlige rentemøder i kvartalet har reduceret QE-programmet med USD 10 mia., har markedet sendt renterne ned. En væsentlig forklaring på dette er sandsynligvis, at inflationen, målt ved udviklingen i forbrugerpriserne, er kommet ud lavere end forventet. Det forventes således, at den europæiske centralbank, ECB, må lempe pengepolitikken i den nærmeste fremtid. Indtil videre er det dog blevet ved tanken, idet ECB har forpasset chancen ved de seneste rentemøder.

Den øgede geopolitiske uro i bl.a. Ukraine har ligeledes fået investorerne til at søge sikre havne, herunder tyske og danske statsobligationer. De fleste investorer har formentligt ikke forventet en annektering af Krim-halvøen, hvorfor denne udvikling nok blev opfattet som en signifikant eskalering af uroen.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,72%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 1,57%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,62% – altså lidt højere end i Tyskland. Rentespændet mellem de danske og tyske renter forblev på +0,05 procent-point målt ved de 10-årige statsobligationer.

De faldende over kvartalet bidrog til at Pulje 7 - Korte Obligationer har leveret et positivt afkast. For 1. kvartal lyder afkastet på 0,87 pct. (efter omkostninger).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q1		Nettoafkast Q1	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.	
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	
Korte obligationer	0,89%	0,87%	0,74%	0,47%	0,40%	0,34%	

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Korte obligationer	4,2%	3,5%	4,0%	3,4%	2,7%	2,3%	0,4%	0,3%

5 største investeringer	Pct.
2% BRF 2017	19,5
2% Realkredit Danmark 2015	14,7
4% Nordea SDRO 2016	14,4
Variabel Realkredit Danmark 2015	12,1
3,5% Nykredit SDO 2044	9,8

### Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din investeringsrådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri. Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidig afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidig afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.